

2015 年 9 月 30 日

宏觀經濟

繁華落盡，以退為進——去產能背景下對 GDP 增速的再認識

中國經濟增速自 07 年以來逐年下行，而近幾個月的經濟資料也都顯示，“保 7”壓力山大。統計局 9 月初“低調”下調 14 年 GDP 增速，上周又稱 GDP 不低於 6.5% 就是接近 7%，這說明管理層逐漸接受低於 7% 的 GDP 增長新常態，值得肯定。

生產法角度看 GDP：服務業擠泡沫。從表面上看，經濟在 3 季度的下滑源於股災，金融業增速下滑。上半年股市繁榮帶動金融業走強，第三產業高增長掩蓋第二產業大幅下行。但股災之後證券業增加值增速將明顯回落，金融業增速開始回歸常態。我們預測 3 季度金融業增速降至 15%，服務業增速降至 8.0%。

去產能拖累工業。但即便服務業如此回落，其 3 季度增速也只是恢復到正常水準，與 1 季度基本相當。而且服務業增速仍遠遠高於工業增速，表明真正持續拖後腿的是工業。幾乎所有工業品增速都在 2、3 季度相繼出現負增長。但這或許從長期看並非壞事，意味著大家期待已久的去產能終於開始。

經濟再下臺階。基於此，我們下調 3 季度 GDP 增速預測至 6.6%，預測 4 季度基本穩定在 6.6%，下調全年 GDP 增速預測至 6.8%。

支出法角度看 GDP：回落早有徵兆。從三駕馬車看，3 季度基本平穩，但在 2 季度出現明顯回落，所體現的經濟跳水在 2 季度已經出現，只是在當時被泡沫化的資本市場所掩蓋。

消費趨穩出口仍弱。其中消費增速穩定，房價上漲可部分對沖股價暴跌帶來的財富損失，所以下行風險有限。而出口，考慮進人民幣貶值因素，疊加中國出口競爭力仍強，增速降幅也不大。

去產能投資持續低迷。而只有投資增速下滑尤其明顯，從 1 季度的 14% 降至 3 季度的不到 10%，地產和製造業投資，增速都降至個位數，剔除折舊後幾乎沒有增長，也從側面印證了投資去產能導致了經濟的持續下滑。

經濟仍在尋底。緣於去產能正展開，經濟仍在尋底，但希望漸進，我們也相應下調 16 年 GDP 增速預測至 6.5%。

經濟再下臺階，盈利或將脫鉤。新政府上任以來，投資增速持續下行，反映其實並沒有強刺激，去產能也不再是有名無實，而企業盈利卻將隨產能利用率回升而得到改善，從今年 2 季度工業和上市公司盈利看成本節約模式已經開始，包括原材料和財務成本。一如日本 70 年代的轉型，在遭遇並完成去產能之後，其企業銷售利潤率也同步回升。今年以來，我國工業企業主營業務成本已經同比近乎零增長，財務費用甚至是持續負增長。而這兩項指標的環比增速也普遍位於歷史同期偏低水準。

轉型任重道遠，能否以退為進？不管在什麼樣的國家，什麼樣的市場，經濟轉型都是自古華山一條路，產能去化在所難免，既需要保持定力，也需要有壯士斷腕的決心。固守 GDP 增速的“面子”，將丟掉盈利改善的“裡子”。以 GDP 增速、工業投資之退換得企業盈利之進，未嘗不是一個正確的選擇！

大市導航

非銀金融：保險費改率先完成，分紅預定利率溫和放開，影響中性

保監會將於 2015 年 10 月 1 日放開分紅險的預定利率：1) 取消 2.5% 的預定利率限制，由保險公司自主確定；2) 準備金評估利率不超過 3.0%，產品預定利率越高，需計提準備金越高，償付能力要求越高；3) 提高風險保障責任要求，分紅保險死亡保險金額提高至已交保費的 120%。4) 提高最低現金價值水準，改革後分紅保險產品首年最低現金價值較原來普遍提高 20% 以上。

保險業費率市場化改革率先完成，政策出臺時間早於市場預期。保監會於 2013 年 8 月啟動了人身險費率市場化改革，明確了“普通型、萬能型、分紅型人身險”分三步走的改革路徑，分別於 2013 年 8 月和 2015 年 2 月實施了普通型、萬能型人身險費率改革工作。分紅型人身險預定利率上限的放開，標誌著人身險費率形成機制完全建立起來。市場預期該政策

將於 2015 年年底或 2016 年上半年出臺，實際出臺時間略早於市場預期。

不排除有中小公司惡性競爭的可能性，但影響有限。在目前市場持續降息預期下，預定利率的提高將加大長期的潛在利差損風險。大型保險公司更關注負債成本，預計不會首先發起惡性競爭。同時，保監會將加強償付能力監管和總精算師責任追究機制，預防價格戰。

仍看好保險行業。2015 年以來，個險新單實現高速增長，上半年新業務價值增速創歷史新高。保險行業“投資+保費+政策”三輪驅動，估值處於較低水準，給予“增持”評級，關注公司排序中國平安 > 中國太保 > 中國人壽 > 新華保險。

風險提示：權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

有色金屬：嘉能可債務危機持續發酵,大宗商品或超跌反彈

嘉能可主要金屬庫存排列依次為鋅、錫、鎳、銅，現貨拋售短期內將會對金屬的價格產生一定的衝擊，但從中長期來看大多數金屬價格已經處於成本線附近，嘉能可事件加速了金屬價格的觸底，未來存在超跌反彈的空間。

不確定性分析：危機預期發酵。

汽車：新能源汽車：夜空中最亮的星，變月亮，又大又圓！

國務院 29 日決定鼓勵節能、新能源、智慧互聯汽車消費，包括完善政策、加大考核，鼓勵運營模式，突破地方保護，1.6L 以下汽車購稅減半，智慧互聯汽車試點等。短期，新能車政策支持力度和地方保護突破將很大，國策地位堅定而長期，推薦【比亞迪】（15-16 年新能車銷量分別上調 1 萬、3 萬），關注【中通客車、滄州明珠、天齊鋰業】；傳統小排量車購稅減半，減緩景氣下行，自主品牌受益，關注【比亞迪、江淮汽車、力帆汽車】。中期，鼓勵分時租賃、車輛共用，油電價差挖掘機遇開啟，推薦【納川股份】（+海綿城市規劃），關注多氟多、東風汽車。長期，智慧互聯汽車試點，強化技術產業化趨勢，推薦【得潤電子、金固股份】。

風險提示。技術進步低於預期。模式創新低於預期。

交通運輸：關注上海本地交運三股：春秋航空、強生控股、申通地鐵

近期上海本地國企改革以及迪士尼概念股表現強勢。海通交運推薦相關個股主要有春秋航空、關注強生控股、申通地鐵。

1. 春秋航空：公司未來幾年運力仍將快速增長。年初以來日本航線的異常火爆。我們判斷，下半年至 16 年，韓國和泰國市場有望接力日本。公司今明兩年仍將以國際航線投放為重點。目前韓國的首爾和濟州機場時刻都很緊張，公司未來將會增加對韓國中部不那麼繁忙的機場如大邱等的運力投放。深圳基地的運營未來將有望成為內地前往泰國的主要門戶。公司日前已經開通了南昌、成都至曼谷的航線。年內將繼續新增數條泰國航線。16 年迪士尼開園對公司國內航線流量聚集效應預計明顯。公司內部預估僅僅迪士尼本身將推高上海始發票價水準 10% 以上，主營航空收入增長 15%。

2. 強生控股：傳統計程車業務將加大優化力度。互聯網+模式進一步推廣。上海已於 6 月 1 日推出計程車資訊服務平臺，讓協力廠商打車軟體和計程車集團合作，實現資訊共用，優化資源配額。預計未來在租賃、出租等方向有進一步深化的趨勢。2) 久事集團國資改革的方案已獲得市領導肯定，而強生作為久事集團唯一的上市子公司，集團將體育資產或公交資產注入上市公司的概率較高。

3. 申通地鐵：1) 軌交運營 16 年受益於迪士尼開園。預計開園首年迪士尼遊客量在 1000 萬人左右，其中部分遊客將採取自駕、包車、計程車等交通方式。假設 70%遊客因遊覽迪士尼樂園而乘坐地鐵，假設每名遊客在滬期間平均乘坐地鐵三次，則可帶來 2100 萬客運量，占全年旅客運輸量約 0.85%。一號線作為上海核心地鐵線路，貫通上海南站、人民廣場、上海火車站等交通樞紐，受益於迪士尼程度預計差於 2 號線、11 號線，但強於其他地鐵線路，即一號線客運增量超過 0.85%。迪士尼運營成熟後預計年遊客量可達到 3000 萬人次，將為上海軌道交通帶來 2.5%-3% 的客運增量。2) 集團資產注入預期。目前，申通集團國企改革計畫和時間並不明朗，市場對公司國企改革並無強烈預期。但從長遠來看，公司兼具改革的必要性和內生動力：一是地鐵屬公共服務業，是民生保障的關鍵行業，上海地鐵票價相對其他城市已經較高，上漲空間很小，因而公司主營業務盈利難有大的起色，與上市公司追求股東利益最大化的宗旨不符；二是地鐵各線路間競爭較為明顯，2、8、9 等多條地鐵線路從 1 號線換乘分流，而集團資產注入可以避免母公司與上市公司同業競爭；三是上市公司近兩年開始探索地鐵上蓋和融資租賃等新業務，有謀求內生增長的動力，而集團資產注入則無疑將有利於拓展地鐵運營之外的輔助收益，這在港鐵已有範例。此外，公司設立上海申通地鐵一號線發展有限公司，並將地鐵一號線業務注入該子公司，此舉或也有為資產重組提前佈局的意味。

風險提示：需求增速不達預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合

所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。